

Desaceleración a ambos lados del Atlántico



[Hemera]/Thinkstock.

Sin todavía superarse la crisis de deuda soberana en Europa, los indicadores económicos (tanto adelantados como de crecimiento del segundo trimestre) publicados durante el mes de julio han mostrado unos registros decepcionantes, aumentando los temores sobre una recesión de la economía global. Sumado a esto, el frente institucional sigue lastrando los principales mercados mundiales, ya no sólo los europeos por la falta de resolución de la crisis periférica, sino también Estados Unidos, que ha sido noticia durante este mes por la ampliación del techo de deuda y la rebaja de *rating*.

Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono

CONTEXTO ECONÓMICO

La desaceleración generalizada de los mercados se presenta como factor clave en la evolución de las economías más desarrolladas, con fuertes contracciones en las Bolsas estadounidenses y europeas, al hilo del calendario institucional que ha marcado el mes de julio.

En la eurozona, la atención sigue centrada en la crisis de deuda soberana. En este frente, las novedades han venido procedentes de la reunión de los jefes de Estado y de Gobierno de los países del área euro, que tuvo lugar el pasado día 21, en la que se aprobó un nuevo programa de ayudas con el objetivo de poner fin a las dudas sobre la solvencia de los Estados periféricos. El acuerdo trae consigo la aprobación del nuevo paquete de ayuda a Gre-

cia, así como la modificación de las condiciones para asegurar la solvencia del país heleno y el diseño de las opciones ofrecidas al sector privado para que contribuyan en el proceso de reestructuración de la deuda. Los detalles de dicho acuerdo también se hacen extensibles a Irlanda y Portugal, salvo en lo referido a la implicación del sector privado, y se permite la intervención de los fondos de rescate de manera preventiva en los mercados secundarios de deuda para evitar el contagio a los países de una importancia sistémica mayor.

Si bien estas noticias fueron bien recibidas por los mercados en un primer momento, traducándose en alzas en Bolsa y en reducciones en los diferenciales de la deuda soberana periférica, la falta de concreción en al-

gunos puntos y la ausencia de novedades hasta el momento han tenido como resultado un nuevo giro del mercado hacia posiciones vendedoras, provocando las caídas señaladas en las Bolsas europeas y propiciando el contagio en los mercados secundarios de deuda a países como España e Italia.

EEUU ha sido el otro foco de atención de los mercados durante el mes de julio. La necesidad de elevar el techo de deuda para evitar el impago generó la desconfianza de los mercados en las jornadas anteriores a que republicanos y demócratas anunciaran la llegada a un acuerdo en este sentido. La consecuente elevación de la ratio deuda/PIB ha provocado finalmente la pérdida de la máxima calificación crediticia por parte del Estado norteamericano en los primeros días de agosto.

Desde la vertiente macro, los malos datos en los indicadores económicos de los países desarrollados publicados durante el mes muestran la pérdida de pulso económico y desaceleración del ciclo. Los registros negativos se han observado tanto en los indicadores adelantados como en los de crecimiento económico del segundo trimestre, lo que ha contribuido a aumentar el pesimismo existente sobre las economías desarrolladas.

REACCIÓN DE LOS MERCADOS

Con este contexto como telón de fondo, julio se salda con intensas correcciones en el grueso de Bolsas desarrolladas: las europeas, con caídas superiores al 6% en casi todos los casos. Las excepciones, Alemania y EEUU, que cierran el mes también en negativo, pero con pérdidas por debajo del 3%.

Los indicadores económicos y el ámbito institucional lastran los mercados de las economías desarrolladas, mientras que los emergentes, especialmente los asiáticos, obtienen plusvalías

En contraposición con lo observado en Estados Unidos y Europa, destacan las revalorizaciones en los mercados emergentes y, en especial, los asiáticos, si bien han sido el oro y el franco suizo los que se han erigido

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a 2011	
	Julio	Ene.-jul.
RV Japón	4,3	-5,1
Materias primas	3,8	-1,4
RV Asia y Oceanía	2,6	-6,2
RF emergentes	2,2	0,1
RF LP dólar	1,9	-3,9
RF internacional	1,7	-0,1
RF CP dólar	1,2	-5,0
RF high yields	1,0	1,8
RV emergentes global	0,9	-7,7
Monetarios dólar	0,9	-6,9
RV sectores defensivos	0,7	-4,1
Monetarios euro	0,0	0,6
FI inmobiliaria	0,0	-0,4
Ret. absoluto conservador	0,0	0,2
RV emergentes Europa del Este	0,0	-5,7
RF largo euro	0,0	0,7
RF mixta internacional	0,0	-0,7
RF corto euro	-0,1	0,7
Garantizado RF	-0,4	0,9
RV mixta internacional	-0,5	-1,7
Gestión global	-0,7	-1,0
RV global	-0,7	-3,8
RV emergentes MENA	-0,7	-12,8
RF convertibles	-0,9	-1,1
Garantizado a vencimiento	-1,0	-0,8
RF mixta euro	-1,0	-0,2
RV sectores crecimiento	-1,1	-3,8
Garantizado parcial	-1,2	-2,0
FIL	-1,2	1,1
Gestión alternativa	-2,0	-1,8
RV EEUU	-2,1	-2,9
RV Europa	-2,4	-3,1
RV mixta euro	-2,4	-0,9
RV emergentes Latinoamérica	-3,5	-13,4
RV euro	-4,5	-1,8
RV España	-5,3	0,7

Fuente: elaboración propia.

como activos refugio al alcanzar máximos históricos tanto el metal como la moneda en sus cruces contra euro y dólar.

A nivel sectorial, fuertes cesiones a nivel general, con mejor comportamiento relativo de las áreas sectoriales con un sesgo más defensivo. El sector financiero (bancos, seguros...) lidera las caídas mensuales, seguido por los perfiles cíclicos (recursos naturales, construcción...).

RATIOS DE VALORACIÓN DE CARTERA RECOMENDADA DE ACCIONES IBEX-35 AFI

	Peso actual (%)	PER	Ratios valoración			Ccto BPA (%)			Market cap (mill. €)
			P/B	RPD (%)	ROE (%)	2011	2012	2013	
Telefónica	23	8,7	2,8	11,0	32,1	0,0	5,9	5,8	69.715
Repsol	11	9,4	1,0	5,7	10,7	15,7	31,3	3,5	26.065
Amadeus	5	11,7	4,3	2,9	36,5	15,2	13,3	14,8	6.186
CAF	9	9,2	1,8	3,0	19,7	7,2	8,6	4,5	1.347
Iberdrola	11	10,3	1,0	6,2	9,4	2,8	8,4	3,6	32.016
Banco Santander	7	6,8	0,8	8,6	11,2	1,0	12,7	9,3	58.592
Indra	7	10,8	1,9	5,3	17,9	-7,9	5,0	7,5	2.207
Ferrovial	9	68,6	1,2	4,9	1,8	-40,3	-7,4	50,0	6.235
Técnicas Reunidas	9	10,4	3,5	4,8	33,8	42,3	11,1	6,2	1.643
ACS	9	9,6	1,8	7,2	18,7	-3,2	0,8	7,3	8.908
Cartera recomendada		14,8	2,0	6,8	20,1	2,9	8,8	10,1	
Ibex-35		10,1	1,2	6,0	11,5	0,8	14,3	11,3	

Fuente: elaboración propia a partir de Reuters.

En julio, varias categorías de fondos consiguen cerrar el mes en positivo, observándose cierta mejoría generalizada con respecto a los rendimientos del mes anterior. Por tipología de fondos, destaca el castigo sufrido por la renta variable de las economías desarrolladas derivado de los problemas institucionales observados tanto en EEUU como en Europa ya comentados, que, a lo largo del mes, han propiciado una fuerte aversión al riesgo. La renta variable española encabeza las pérdidas. Continúa el buen comportamiento de la renta fija *high yield*, que logra un avance del 1% en el mes de julio, acumulando un avance del 1,8% en lo que va de año.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Renta variable (31%): reducimos cuatro puntos el peso de renta variable en la cartera recomendada. Japón es, en términos relativos, la región más sobreponderada (+4pp vs. *benchmark*), justificado por el descuento en valoración que presenta su mercado de acciones. En EEUU reducimos la sobreponderación ante el riesgo de un deterioro adicional en el flujo de noticias desde el frente macro, mientras que, en los mercados europeos, seguimos infraponderados (10% frente a 17% de *benchmark*) ante la pérdida de soportes y a la espera de luz verde desde nuestros monitores de *timing* para buscar un rebote a corto plazo.

Nuevo repliegue hacia defensivo en nuestra cartera recomendada de acciones españolas, ante las señales de desaceleración económica, y la debilidad de los indicadores adelantados de actividad. Además, el nuevo rebrote en primas de riesgo de emisores soberanos podría mantener bajo presión al sector financiero en el próximo mes. Reducimos el peso en Telefónica hasta el 23% (ligeramente infraponderado respecto a Ibex-35) y Santander (hasta el 7% desde el 10%). Dirigimos peso hacia las áreas sobreponderadas por nuestro modelo sectorial: *utilities* con Iberdrola (hasta el 11%) y *gas & oil* con Repsol (hasta el 11%).

Renta fija (37%): limitamos la exposición a deuda pública (9%) en las áreas de mercado que presentan valor relativo en un entorno de fuertes relajaciones en TIR de las curvas *core* (Alemania, EEUU). En el área euro, elevamos al 4% en la zona corta (la mejor zona de la curva en términos de rentabilidad ajustada por riesgo), de emisores soberanos periféricos (concentrado en deuda española) y el 5% restante de exposición a deuda pública lo destinamos a renta fija emergente. La fuerte volatilidad en los mercados de deuda pública soberana del área euro y EEUU podrían facilitar una reorientación de flujos hacia deuda emergente, donde el entorno de volatilidad está menos presionado. En este bloque de RF emergente focalizamos la exposición en local *currency*, buscando *yield*, fundamentos estructurales sólidos, potencial apreciación de las divisas y ciclos

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-jul-11	31-mar-11	BMK	Afi vs BMK
RV euro	10	10	17	-7
RV EEUU	8	12	6	2
RV emergente Asia	4	2	1	3
RV emergente Latinoamérica	1	0	1	0
RV Europa del Este	0	0	1	-1
RV Japón	8	6	4	4
Renta variable	31	30	30	1
RF largo euro	0	0	15	-15
RF corto euro	4	4	33	-29
RF dólar	0	0	0	0
RF emergente	5	2	0	5
RF convertibles	6	6	0	6
RF IG CP	8	12	8	0
RF IG LP	2	0	0	2
RF high yields	12	15	2	10
Renta fija	37	39	58	-21
Ret. abs. conservador	0	0	7	-7
Gestión alternativa	16	18	0	16
Gestión alternativa	16	18	7	9
Monetarios dólar	6	6	0	6
Monetarios libra	0	0	0	0
Liquidez	10	7	5	5
Mercado monetario	16	13	5	11

Fuente: elaboración propia.

maduros en tensionamiento monetario. Asia es la principal apuesta (principalmente, Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia). Rusia y Polonia en Europa. Brasil, Perú y Chile en Latinoamérica.

La elevada volatilidad de la deuda pública europea le resta atractivo. Por ello, rebalanceamos la exposición en deuda pública hacia renta fija emergente

En cuanto a la renta fija privada (28%), sin cambios en las posiciones de convertibles (6%) y de grado de inversión a corto plazo (8%). La novedad para este mes, el rebalanceo de dos puntos desde *high yield* a grado de inversión largo plazo: cambiamos riesgo ciclo (al alza) por riesgo duración (moderándose). La mayor sensibilidad de HY a lecturas débiles de ciclo económico, junto con la relajación de expectativas desde el frente de política monetaria, nos hacen decantarnos por este *switch* en la categoría de renta fija privada.

Reducimos 2pp la exposición en gestión alternativa (16%), pero continuamos orientados a productos con mayor presupuesto de riesgo que puedan rentabilizar un entorno de volatilidad alza.

Monetario (16%): aumentamos 2pp el peso recomendado en mercado monetario, con un 6% en dólar y un 10% en liquidez, buscando cobertura ante un eventual deterioro del riesgo soberano periférico en el área euro, con ramificaciones hacia el resto de áreas de mercado. En liquidez, buscamos la descorrelación que sólo facilita este activo ante un entorno de mercados altamente «correlado» y con un riesgo sistémico creciente que está dificultando las estrategias de cobertura más allá de la liquidez ::